

# Outlook Mensile

## 2023 - Pronti per il reset

Il 2022 è stato un anno di cambiamenti profondi. Da un lato il ritorno dell'inflazione e quindi la fine improvvisa del contesto di tassi bassi che ha caratterizzato l'ultimo decennio. Dall'altro lo scoppio della guerra in Europa, la conseguente crisi energetica e l'aumento dell'incertezza geopolitica.

Il 2023 probabilmente porterà un po' di chiarezza sull'impatto di tali accadimenti. Le probabilità di recessione negli USA nel corso del prossimo anno sono aumentate, in particolare per effetto di una politica monetaria della Federal Reserve che frena la crescita economica e del peggioramento del sentiment dei consumatori ascrivibile alla netta erosione del reddito reale. In diverse importanti economie l'inflazione dovrebbe aver superato il picco, soprattutto per via del calo dei prezzi di energia e beni che dà un po' di sollievo ai consumatori. I mercati del lavoro appaiono comunque ancora solidi e l'inflazione core e dei servizi dovrebbe diminuire solo gradualmente. Ci vorrà ancora molto tempo per raggiungere il target del 2%, l'obiettivo dichiarato o implicito di numerose grandi banche centrali: **l'inflazione è qui per restare.**

Di conseguenza, è presto per prospettare una conclusione del ciclo di inasprimento dei tassi delle autorità monetarie. Presumibilmente i **tassi di riferimento** saliranno ancora e rimarranno su livelli più alti di quelli al momento scontati sui mercati monetari.

Dal punto di vista degli investitori, con ogni probabilità una simile situazione comporta una prosecuzione dell'instabilità sui mercati, ma offre anche delle opportunità per un nuovo inizio, vale a dire per riposizionare i portafogli. Alla luce della prosecuzione del ciclo di inasprimento e del rialzo dei rendimenti, nel corso dell'anno sarà opportuno riconsiderare i **mercati dei**



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist  
Global Economics &  
Strategy

**Alla luce della prosecuzione del ciclo di inasprimento e del rialzo dei rendimenti, nel corso dell'anno sarà opportuno riconsiderare i mercati dei titoli governativi.**

### 28/11/2022

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	24,441	<b>USA</b>	3 mesi	4.73
Euro Stoxx 50	3,936		2 anni	4.55
S&P 500	3,964		10 anni	3.71
Nasdaq	11,050	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	1.92
Nikkei 225	28,163		2 anni	2.14
Hang Seng	17,298		10 anni	1.97
KOSPI	2,408	<b>Giappone</b>	3 mesi	0.05
Bovespa	108,782		2 anni	-0.02
			10 anni	0.24
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio		USD/EUR		1.0463
(Brent, USD/barile)	83.2			

**titoli governativi.** Inoltre, maggiori saranno i rischi congiunturali e di credito scontati dagli spread delle obbligazioni societarie, maggiore sarà l'opportunità di entrare anche in tale segmento di mercato.

Di norma, nelle fasi di recessione i mercati azionari toccano il punto di minimo quando gli sviluppi vengono percepiti come meno negativi del previsto e gli investitori iniziano a scalare il cosiddetto "wall of worry". Nel frattempo sarebbe auspicabile che le stime di utili degli analisti riflettessero i maggiori rischi di recessione economica. In un contesto in cui i prestiti di denaro non avvengono più a tassi pressoché nulli, le società con flussi di cassa stabili, che oggi offrono un reddito agli investitori, riacquistano una certa attrattiva. Temi multifaccettati come la sicurezza nazionale, in cui rientrano aspetti quali alimentazione, energia e cybersecurity, appaiono interessanti, tanto quanto le innovazioni delle società impegnate ad accrescere la resilienza al cambiamento climatico.

Prepariamoci a un nuovo inizio.

Cordialmente,

Stefan Rondorf

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- I mercati finanziari attraversano una fase di transizione: Alla lieve diminuzione dei timori circa l'inflazione si contrappone il tendenziale aumento delle preoccupazioni per la crescita. Di conseguenza potremmo assistere ad una stabilizzazione **tattica** dei mercati obbligazionari. Quanto alle azioni, il picco dell'inflazione potrebbe offrire un certo sollievo nel breve, in particolare nel caso in cui il raffreddamento della crescita si riveli più moderato o meno imminente del previsto.
- Quanto agli shock sul fronte dell'offerta che hanno penalizzato l'economia mondiale nel 2022, si registrano segnali incoraggianti. Gli effetti della crisi energetica in Europa sono un po' meno gravi di quanto temuto per via delle temperature miti dell'autunno e dei minori consumi. Al contempo, la **Cina** sembra muovere i primi passi verso l'attesa distensione della politica "Zero Covid".
- Il **sentiment** degli investitori rimane prudente, lo dimostrano le riserve di liquidità persistentemente elevate. In assenza di notizie negative potremmo assistere alla copertura delle posizioni short, e le asset class rischiose, come le obbligazioni societarie e le azioni, potrebbero beneficiare di un certo sostegno.
- Gli investitori con un orizzonte di lungo periodo possono attendersi un **miglioramento delle prospettive**. L'aumento dei rendimenti obbligazionari e la flessione delle valutazioni azionarie lasciano presagire rendimenti attesi a lungo termine più elevati, senza che siano necessarie particolari assunzioni. Tutto ciò favorisce "un nuovo inizio".

### Azioni

- Al di fuori degli Stati Uniti le **valutazioni azionarie** a livello di indice appaiono attraenti. Per gli investitori pazienti crescono le opportunità in ottica futura.
- I rischi per le prospettive economiche potrebbero non essere scontati appieno nelle **stime di utili**. A livello di indice, la crescita degli utili è trainata soprattutto dal comparto energetico, mentre per gran parte degli altri settori le stime degli utili sono già state ridotte. Sinora in Europa le previsioni di utili hanno dato prova di resilienza. A tal proposito non possiamo però dimenticare il forte sostegno offerto dall'effetto cambio. A essere favorite sono state in particolare le aziende europee che generano buona parte del fatturato in dollari USA.
- Per il momento i mercati azionari dovrebbero rimanere vulnerabili alla volatilità. Nelle fasi di debolezza gli investitori avranno quindi la possibilità di riposizionare il portafoglio in vista dell'**avvio di un nuovo ciclo**. Le strategie "income", caratterizzate dalla distribuzione di dividendi stabili ed elevati, nonché da un'ampia diversificazione a livello settoriale, dovrebbero acquisire rilevanza, così come gli investimenti tematici, p.e. nell'area della decarbonizzazione.

### Obbligazioni

- Dato l'**aumento dei rendimenti** gli investitori tornano a interessarsi ai titoli governativi, in particolare negli USA. Negli Stati Uniti il rendimento reale offerto dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione rimane moderato; nel tratto a dieci anni, tuttavia, si attesta all'1,5% circa, un livello che non si vedeva dal 2011.
- Le obbligazioni governative potrebbero apparire interessanti in un contesto caratterizzato da una lieve diminuzione dei timori per l'inflazione a cui fa da contraltare l'aumento delle preoccupazioni circa la crescita. In ogni caso, si privilegia una ripresa graduale degli investimenti nell'asset class, almeno finché si prospetteranno nuovi rialzi dei tassi delle banche centrali.
- Quanto ai **titoli corporate** (Investment Grade e High Yield – quindi con affidabilità creditizia maggiore o minore), è

preferibile avere ancora un po' di pazienza. Dati i maggiori rischi di recessione a livello globale, le valutazioni risultano non troppo interessanti.

- In riferimento alle **obbligazioni dei mercati emergenti**, vale la pena di monitorare le condizioni finanziarie globali. Tendenzialmente queste ultime dovrebbero diventare ancor più restrittive. È quindi raccomandabile usare prudenza.

### Valute

- In base al nostro modello di equilibrio a lungo termine il **dollaro USA** è sopravvalutato rispetto alla maggior parte delle principali valute dei Paesi avanzati ed emergenti.
- L'USD si conferma forte nonostante le indicazioni sulla valutazione. Al momento, un consolidamento del trend del dollaro appare realistico solo se nei prossimi mesi altre banche centrali opereranno un inasprimento analogo a quello della Fed e lo svantaggio competitivo dei costi dell'energia relativi tornerà a rappresentare un fattore penalizzante per gli Stati Uniti.
- Se l'apprezzamento del dollaro dovesse proseguire, in tutto il mondo aumenteranno i **rischi per la stabilità finanziaria**, in particolare nei Paesi emergenti che devono provvedere al servizio di un debito elevato denominato in USD. Numerosi Paesi con valute nazionali deboli importano inflazione nelle rispettive economie. Vale anche per l'Eurozona.

### Materie prime

- Sulle commodity è preferibile un posizionamento tattico neutrale. I principali fattori d'influenza mandano segnali eterogenei. La forza del dollaro penalizza diverse materie prime. È atteso un generale rallentamento della domanda. A tale evoluzione in alcuni casi farà comunque da contraltare una riduzione dell'offerta (p.e. un taglio delle forniture di petrolio dell'OPEC). Nel caso di altre commodity l'offerta è limitata per ragioni strutturali.
- La decarbonizzazione dell'economia mondiale dovrebbe offrire opportunità in termini di investimenti nell'efficienza energetica e di transizione alle energie da fonti rinnovabili, indipendentemente dalle tempistiche.

**Tema di investimento: Crescita verde**

- Il cambiamento climatico è il problema più urgente dei nostri tempi.
- La soluzione non è nella “degrowth”, vale a dire la rinuncia consapevole all’espansione economica. Inoltre, gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite ci ricordano che la lotta contro fame e povertà deve proseguire.
- L’ONU stima che entro il 2100 la popolazione dell’Africa conterà 3 miliardi di persone in più e arriverà a 4,3 miliardi. L’Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) parla già di “forgotten 3 billion”, 3 miliardi di persone dimenticate, che ancora oggi non dispongono di energia pulita nelle case e cucinano all’aperto su fornelli e in forni improvvisati.
- Dobbiamo promuovere una “crescita verde”, non una “decrescita”. E la via da percorrere è quella della decarbonizzazione dell’economia mondiale. Energie rinnovabili, intelligenza artificiale, infrastrutture adeguate: la transizione a un’economia senza gas serra implica investimenti, crescita e opportunità sui mercati finanziari. L’avvento di questa “nuova era” è irreversibile ed è un trend di lungo periodo.
- La decarbonizzazione dell’economia mondiale dovrebbe essere considerata in termini di investimenti anziché in termini di costi, dal momento che interessa sviluppo demografico, urbanizzazione costante e disponibilità di materie prime. Dal punto di vista degli investitori, l’AI (intelligenza artificiale) e gli investimenti nelle energie smart e nell’efficienza energetica, ma anche nel settore idrico (fornitura e depurazione) e nell’approvvigionamento di derrate alimentari (food security), dovrebbero trarre vantaggio da tale processo. Inoltre, vista la situazione geopolitica si potrebbe puntare su investimenti nella sicurezza informatica o cybersecurity.

Stefan Rondorf

L’investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l’investitore potrebbe non ricevere l’importo originariamente investito. L’investimento in titoli a reddito fisso può esporre l’investitore a diverse tipologie di rischio, fra le quali ad esempio il rischio di credito, il rischio di tasso e il rischio liquidità. Cambiamenti nello scenario economico e nelle condizioni di mercato possono influenzare tali rischi ed aver un effetto negativo sul valore dell’investimento. Il rischio liquidità (dell’emittente) potrebbe essere all’origine di ritardi o sospensioni nel pagamento dei proventi di un investimento. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell’investitore, quest’ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un’eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un’eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.it](http://www.allianzgi.it), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all’indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH. AdMaster 2319947

**Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.**